



## BUY(Maintain)

목표주가: 8,000원

주가(8/24): 4,880원

시가총액: 2,014억원

## 전기전자/가전

Analyst 김지산

02) 3787-4862

jisan@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (8/24)	2,375.84pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	5,090원	3,990원
등락률	-4.1%	22.3%
수익률	절대	상대
1W	9.5%	13.0%
1M	1.7%	-10.4%
1Y	2.3%	-12.0%

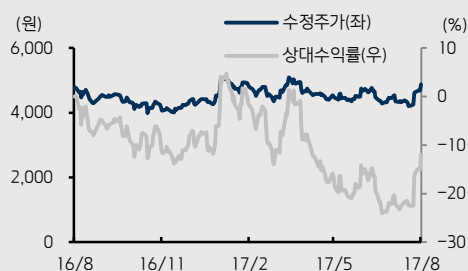
## Company Data

발행주식수	41,268천주
일평균 거래량(3M)	509천주
외국인 지분율	4.5%
배당수익률(17E)	2.1%
BPS(17E)	4,743원
주요 주주	(주)이수 외 30.6%

## 투자지표

(억원, IFRS)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	5,209	5,542	5,872	6,470
영업이익	202	111	150	371
EBI DA	468	382	401	624
세전이익	159	70	113	310
순이익	65	2	59	238
지배주주지분순이익	156	37	67	243
EPS(원)	379	90	163	588
증감률(%YoY)	62.6	-76.2	80.8	260.5
PER(배)	12.2	47.0	26.0	7.2
PBR(배)	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	4.3	4.1	6.5	4.3
영업이익률(%)	3.9	2.0	2.6	5.7
ROE(%)	3.3	0.1	3.0	11.6
순부채비율(%)	61.4	74.3	55.1	44.7

## Price Trend



## 투자 아이디어

## 이수페타시스 (007660)

## OLED용 연성PCB와 SLP 대열 합류



이수페타시스도 SLP와 북미 고객 OLED용 연성PCB 모멘텀으로부터 예외가 아니다. 새롭게 봐야 할 포인트는 1) HDI가 SLP로 진화해 질적 도약을 이루고, 2) 연성 PCB는 OEM 형태로 북미 고객 OLED 시장에 진입하며, 3) MLB는 주고객 Vendor 축소 정책에 따른 수혜가 클 것이고, 4) 중국 법인은 중저층 MLB와 HDI 매출 확대로 Risk가 줄어든 것이다. 이러한 성과가 집중되는 내년에 큰 폭의 실적 개선이 예상된다.

## &gt;&gt;&gt; 북미 고객 연성PCB와 SLP 모멘텀 합류 기대

올해 PCB 업종의 초강세 배경은 북미 고객용 OLED용 연성PCB와 SLP인데, 이수페타시스도 같은 대열에 합류할 것이다.

새롭게 봐야 할 관련 포인트로서 1) HDI가 주고객 요구에 따라 Flagship 모델용 SLP 투자를 진행해 내년부터 질적 도약이 이루어질 것이고, 2) 연성 PCB는 OEM 형태로 북미 고객 OLED 시장에 진입하는 뜻밖의 성과를 거두었다. 3) 주력인 MLB는 주고객의 Vendor 정책 변화에 따라 동사의 지위가 더욱 강화돼 하반기 고부가 제품 수주가 늘어날 것으로 기대되고, 4) 아킬레스 건인 중국 후난 법인은 신규 고객 확보와 더불어 중저층 MLB와 HDI의 매출이 빠르게 늘어나 Risk가 축소될 것이다.

자동차 전장용 PCB 매출이 내년부터 본격화될 것이고, 향후 5G 투자 사이클이 전개되는 과정에서 MLB의 수혜가 기대된다.

투자의견 'BUY'와 목표주가 8,000원을 유지한다.

## &gt;&gt;&gt; 하반기 모든 제품군 호전

상반기 실적은 기대에 미치지 못했는데, MLB는 주요 네트워크 장비 고객사들의 수요가 부진했고, 데이터센터 ODM 시장을 새롭게 공략하는 과정에서 제품 Mix가 악화됐다. HDI는 Flagship 모델 출시 효과에도 불구하고, S사향으로는 초기 수율 이슈를 겪었고, L사향으로는 판매 부진에 따라 재고 부담이 발생했다. 연성PCB와 중국 법인은 적자폭을 줄였으나 개선 속도가 아쉬웠다.

이에 대해 하반기는 전제품군이 호전될 것이다.

앞서 언급한대로 1) MLB는 주고객 내 Advanced급 수주 증가가 곧이어 실적으로 반영될 것이고, 2) 연성PCB는 북미 고객용 간접 진입 성과에 힘입어 가동률이 상승하며 턴어라운드 성공할 것이다. 3) HDI는 수율 안정화와 함께 하반기 Flagship 모델용 출하로 수익성이 향상되는 동시에, SLP 생산 기반을 구축할 것이다. 4) 중국 법인은 중저층 MLB와 HDI의 매출이 상반기보다 2배 가량 늘어날 예정이다.

특히 내년에는 적자 사업군인 연성PCB와 중국 법인이 흑자 전환하거나 적자폭을 크게 줄여 강한 이익 모멘텀을 보여줄 것이다.

### MLB, 주고객 Vendor 정책 변화 수혜 기대

제품별 동향을 부연 설명하면, MLB는 네트워크 장비 수요가 일시적으로 둔화된 반면, 데이터센터용 서버가 성장을 견인하고 있다. Google, Facebook 등 ISP 업체들은 서버를 Quanta, Accton, Inventec 등 ODM 업체들로부터 직접 구매하는 비중을 늘리고 있다. 동사는 이러한 시장 변화에 대응하기 위해 ODM 고객들과 거래를 확대했는데, 상대적으로 낮은 판가로 인한 제품 Mix 저하를 감수하고 있다. 서버 ODM 제품은 White Box 형태로서 주로 중층 MLB가 쓰인다.

동사로서는 중국 법인 생산을 위한 레퍼런스 확보 차원에서 수주를 늘린 전략적 판단도 있다. 향후 데이터센터 ODM 물량은 중국 법인으로 이관해 수익성을 제고할 계획이다.

그런가 하면 네트워크 장비 주고객사의 Vendor 체계 재편이 동사에게 기회가 될 것이다. 주고객사는 최근 Vendor 수를 기존 20여개에서 5개로 압축했고, 저층에서 고다층까지 제품 포트폴리오 대응력과 원가 경쟁력을 고려한 것으로 알려진다. T사 등 주요 경쟁사들의 탈락으로 고부가 Advanced급 프로젝트 수주가 확대될 것으로 기대된다.

### 5G 투자 수혜 기대

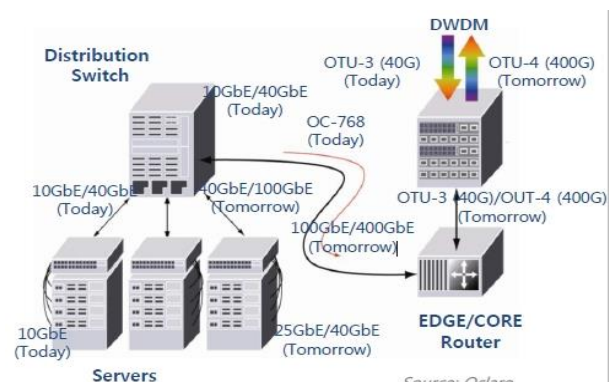
5G 이동통신 서비스는 한국 주도로 2019년부터 상용화될 예정이다. 이에 맞춰 통신사들이 1~2년 내에 고성능 라우터와 스위치 투자를 대규모로 진행할 것이고, 20층 이상 고다층 MLB 수요가 증가할 것이다. 과거 3G와 4G망 투자가 집중됐던 2008년과 2013년에 동사 실적이 크게 개선된 경험이 있다. 2008년 영업이익은 133억원(YoY 801%), 2013년은 472억원(YoY 55%)이었다.

### 주요 네트워크 장비/서버 업체 MLB Vendor 현황

Cisco	Nokia(Alcatel)	Oracle	Google
■ ISU Petasys	■ ISU Petasys	■ ISU Petasys	■ ISU Petasys
■ TTM	■ Kyocera	■ GCE	■ GCE
■ GCE	■ Sanmina	■ Kyocera	■ TTM
■ Yamamoto			
■ Kyocera			

자료: 이수페타시스, 키움증권  
주: Advanced급 MLB Vendor

### 5G 통신망 구조



자료: 이수페타시스

### HDI, SLP로 고도화 기회

HDI는 SLP(Substrate-Like PCB)로 진화해 사업 구조를 고도화할 수 있는 기회를 얻게 됐다. 스마트폰의 고성능화 추세 속에서 배터리 용량을 키우기 위해 HDI의 소형화, 고집적화가 지속적으로 요구되고 있고, 패키지 기판 기술이 접목된 SLP가 대안으로 부상하고 있다. Apple이 아이폰 8에 SLP를 채택함으로써 경쟁 업체들의 HDI 전략 변화를 자극하고 있다. 초미세 회로를 구현하기 위해서 MSAP 기술이 필수적이며, MSAP은 최적화된 노광, 수직 현상, 패턴 동도금 등의 공정 장비와 양산 기술이 요구된다. HDI 업체들로서는 SLP 대응 여부에 따라 도약과 도태의 기로에 서게 됐다.

## 주고객 내 지위 상승

언론 보도에 따르면 S사의 차기 Flagship 모델용 SLP 공급 업체로는 삼성전기, 코리아 씨키트, 대덕GDS, 이수페타시스(엑사보드), Ibiden 등이 거론된다. 동사는 165억원 규모의 MSAP 설비 투자를 단행해 연내 양산 라인을 갖출 계획이다.

S사 대상 국내외 14개 HDI 업체 중 5개사 정도만 초기 SLP 대응력을 갖출 것으로 예상됨에 따라 주고객 내 동사 지위가 상승하는 효과도 기대된다.

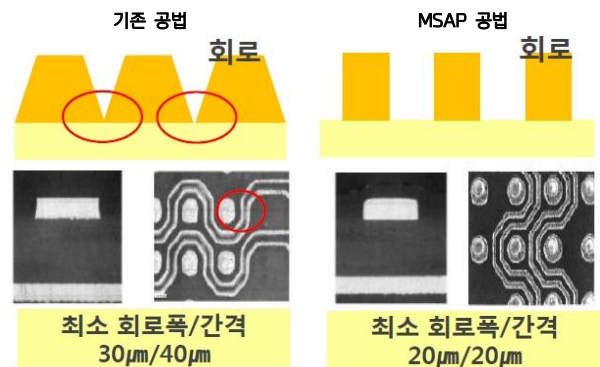
SLP 투자를 통해 추가 생산능력을 확보하게 되면, 이원화된 생산 체계를 갖출 계획이다. 즉, 이수엑사보드는 고부가 제품 전용으로 운용해 SLP, Full Stack, 회로폭/간격 40/40 $\mu$ m 이하 HDI를 생산하고, 중국 후난 법인이 중저가 HDI의 양산을 맡을 것이다.

## Flagship 스마트폰 HDI 사양 변화

구분	2012년 ~ 2016년	2017년~
기종	Full-Stack	
층수	10층	12층
Line/Space	50/50	40/40 30/40 30/30

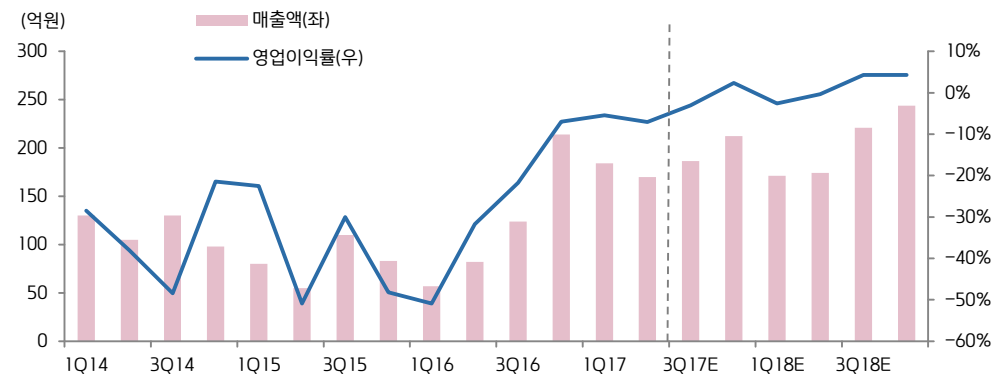
자료: 이수페타시스

## 차세대 SLP 기판 MSAP 공법



자료: 이수페타시스, 키움증권

## 연성PCB 실적 추이 및 전망



자료: 이수페타시스, 키움증권

## 중국 법인, 중저층 MLB와 HDI 중심 체질 개선 진행

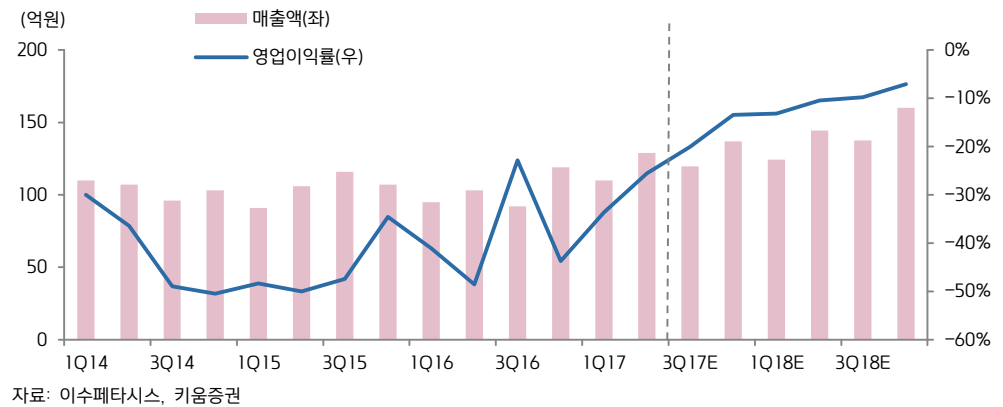
중국 후난 법인은 중저층 MLB와 HDI 중심의 체질 개선이 이루어지고 있다.

상반기 매출액은 전년 동기 대비 21% 증가했다. 본사로부터 지속적인 기술 이전을 통해 생산 안정화를 꾀하고 있다. 지난 6월에 3,000만달러 규모 유상증자를 완료함으로써 향후 3개년간 투자 재원을 마련했고, 중저층 MLB 및 HDI의 생산 역량이 향상될 것이다.

올해 MLB 주요 고객인 N사로부터 승인을 취득하는 등 고객 다변화 성과가 이어지고 있다.

전장용 PCB는 주로 중국 법인을 통해 양산되고, 내년부터 의미있는 매출이 더해질 것이다. 양산 진행 중인 전장용 PCB는 Junction Box, Fuse Box, AVN, 공조장치, ECU 등에 장착된다.

## 중국 법인(ISU Petasys Hunan) 실적 추이 및 전망



## 이수페타시스 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	YoY	2017E	YoY	2018E	YoY
<b>매출액</b>	<b>1,279</b>	<b>1,449</b>	<b>1,389</b>	<b>1,426</b>	<b>1,438</b>	<b>1,422</b>	<b>1,450</b>	<b>1,562</b>	<b>5,542</b>	<b>6.4%</b>	<b>5,872</b>	<b>6.0%</b>	<b>6,470</b>	<b>10.2%</b>
MLB	691	787	752	645	682	703	713	740	2,875	5.7%	2,838	-1.3%	3,091	8.9%
Petasys America	63	64	57	76	76	67	69	69	260	-20.7%	281	8.2%	279	-0.9%
HDI	403	433	383	387	410	410	387	416	1,606	8.1%	1,623	1.1%	1,825	12.4%
FPCB	57	82	124	214	184	170	186	212	477	45.4%	753	57.8%	810	7.7%
중국 후난 법인	95	103	92	119	110	129	120	137	409	-2.6%	495	21.1%	566	14.3%
<b>영업이익</b>	<b>40</b>	<b>53</b>	<b>29</b>	<b>-11</b>	<b>3</b>	<b>28</b>	<b>47</b>	<b>73</b>	<b>111</b>	<b>-45.2%</b>	<b>150</b>	<b>35.5%</b>	<b>371</b>	<b>147.7%</b>
영업이익률	3.1%	3.6%	2.1%	-0.8%	0.2%	2.0%	3.2%	4.6%	2.0%	-1.9%	2.6%	0.6%	5.7%	3.2%
<b>순이익</b>	<b>32</b>	<b>61</b>	<b>0</b>	<b>-56</b>	<b>-15</b>	<b>11</b>	<b>26</b>	<b>45</b>	<b>37</b>	<b>-76.2%</b>	<b>67</b>	<b>80.8%</b>	<b>243</b>	<b>260.5%</b>

자료: 이수페타시스, 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	5,209	5,542	5,872	6,470	7,065
매출원가	4,595	4,969	5,229	5,569	6,060
매출총이익	614	573	642	901	1,005
판매비및일반관리비	413	462	493	530	572
영업이익(보고)	202	111	150	371	433
영업이익(핵심)	202	111	150	371	433
영업외손익	-43	-40	-37	-61	-60
이자수익	16	11	13	16	17
배당금수익	2	0	0	0	0
외환이익	111	156	96	28	28
이자비용	80	75	77	77	77
외환손실	79	136	120	28	28
관계기업지분손익	0	-3	1	0	0
투자및기타자산처분손익	5	8	5	0	0
금융상품평가및기타금융이익	50	79	35	0	0
기타	-67	-79	11	0	0
법인세차감전이익	159	70	113	310	374
법인세비용	94	68	54	71	86
유효법인세율 (%)	59.2%	96.6%	48.0%	23.0%	23.0%
당기순이익	65	2	59	238	288
지배주주지분순이익(억원)	156	37	67	243	293
EBITDA	468	382	401	624	653
현금순이익(Cash Earnings)	331	274	310	491	507
수정당기순이익	42	-1	38	238	288
증감율(% YoY)					
매출액	3.2	6.4	6.0	10.2	9.2
영업이익(보고)	96.1	-45.2	35.5	147.7	16.8
영업이익(핵심)	96.1	-45.2	35.5	147.7	16.8
EBITDA	24.1	-18.4	4.9	55.7	4.6
지배주주지분 당기순이익	62.6	-76.2	80.8	260.5	20.6
EPS	62.6	-76.2	80.8	260.5	20.6
수정순이익	296.3	N/A	N/A	530.6	20.6

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	488	-1	536	382	401
당기순이익	65	2	59	238	288
감가상각비	258	263	245	247	214
무형자산상각비	8	8	6	5	5
외환손익	2	-18	24	0	0
자산처분손익	6	11	-5	0	0
지분법손익	0	3	-1	0	0
영업활동자산부채 증감	102	-377	377	-69	-106
기타	47	106	-169	-40	0
투자활동현금흐름	-312	-105	-330	-300	-280
투자자산의 처분	-6	13	-15	-13	-20
유형자산의 처분	9	30	0	0	0
유형자산의 취득	-291	-190	-316	-284	-256
무형자산의 처분	-6	-5	0	0	0
기타	-17	48	1	-3	-4
재무활동현금흐름	-132	114	127	-19	-29
단기차입금의 증가	-374	-368	115	0	0
장기차입금의 증가	274	573	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-32	-36	-40	-35	-39
기타	0	-55	52	16	10
현금및현금성자산의순증가	46	-15	334	63	92
기초현금및현금성자산	572	619	604	938	1,001
기말현금및현금성자산	619	604	938	1,001	1,093
Gross Cash Flow	386	376	159	451	507
Op Free Cash Flow	154	-297	390	185	191

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	2,440	3,405	3,489	3,715	4,057
현금및현금성자산	619	604	938	1,001	1,093
유동금융자산	194	169	185	197	215
매출채권및유동채권	1,018	1,447	1,585	1,686	1,841
재고자산	609	713	781	831	907
기타유동비금융자산	0	471	0	0	0
비유동자산	2,623	2,106	2,128	2,166	2,211
장기매출채권및기타비유동채권	27	28	30	32	35
투자자산	333	339	338	339	341
유형자산	2,053	1,542	1,564	1,601	1,642
무형자산	161	156	150	145	139
기타비유동자산	49	42	46	49	53
자산총계	5,063	5,511	5,618	5,881	6,268
유동부채	2,340	2,626	2,951	3,031	3,152
매입채무및기타유동채무	808	1,058	1,159	1,233	1,346
단기차입금	1,076	1,199	1,314	1,314	1,314
유동성장기차입금	421	294	397	397	397
기타유동부채	35	75	82	87	96
비유동부채	742	905	705	685	703
장기매입채무및비유동채무	69	66	73	77	84
사채및장기차입금	533	753	494	454	454
기타비유동부채	140	86	137	154	164
부채총계	3,082	3,530	3,656	3,716	3,855
자본금	413	413	413	413	413
주식발행초과금	437	437	437	437	437
이익잉여금	1,451	1,476	1,504	1,711	1,964
기타자본	-333	-349	-396	-396	-396
지배주주지분자본총계	1,967	1,976	1,957	2,164	2,417
비지배주주지분자본총계	14	4	5	0	-4
자본총계	1,981	1,981	1,962	2,165	2,413
순차입금	1,216	1,472	1,082	967	857
총차입금	2,030	2,245	2,205	2,165	2,165

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	379	90	163	588	709
BPS	4,767	4,789	4,743	5,245	5,858
주당EBITDA	1,134	925	971	1,512	1,582
CFPS	802	663	750	1,191	1,229
DPS	90	100	90	100	110
주가배수(배)					
PER	12.2	47.0	26.0	7.2	6.0
PBR	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.3	4.1	6.5	4.3	3.9
PCFR	5.8	6.4	5.7	3.6	3.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.9	2.0	2.6	5.7	6.1
영업이익률(핵심)	3.9	2.0	2.6	5.7	6.1
EBITDA margin	9.0	6.9	6.8	9.6	9.2
순이익률	1.2	0.0	1.0	3.7	4.1
자기자본이익률(ROE)	3.3	0.1	3.0	11.6	12.6
투자자본이익률(ROIC)	2.8	0.1	2.7	10.2	11.4
안정성(%)					
부채비율	155.6	178.2	186.4	171.7	159.8
순차입금비율	61.4	74.3	55.1	44.7	35.5
이자보상배율(배)	2.5	1.5	1.9	4.8	5.6
활동성(배)					
매출채권회전율	4.6	4.5	3.9	4.0	4.0
재고자산회전율	8.2	8.4	7.9	8.0	8.1
매입채무회전율	6.1	5.9	5.3	5.4	5.5

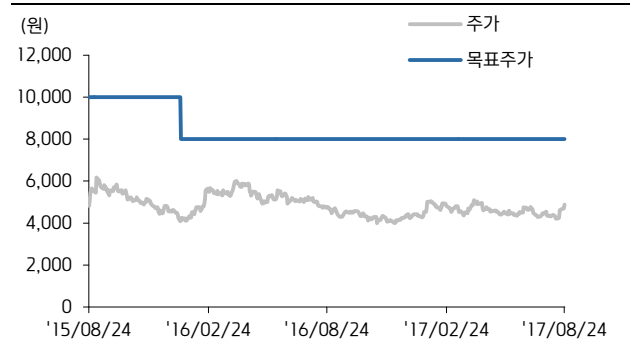
## Compliance Notice

- 당사는 8월 24일 현재 '이수페타시스 (007660)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
이수페타시스 (007660)	2015/02/23	BUY(Maintain)	8,800원
	2015/04/07	BUY(Maintain)	10,000원
	2015/05/18	BUY(Maintain)	10,000원
	2015/09/04	BUY(Maintain)	10,000원
	2016/01/12	BUY(Maintain)	8,000원
	2016/02/23	BUY(Maintain)	8,000원
	2017/01/24	BUY(Maintain)	8,000원
	2017/03/16	BUY(Maintain)	8,000원
	2017/08/25	BUY(Maintain)	8,000원

## 목표주가 추이



## 투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2016/07/01~2017/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	97.73%
중립	4	2.27%
매도	0	0.00%